

海外市场

促创新、扩消费——2025年4月海外金股推荐

近期重点事件:

关注近期汽车行业活动。2025中国电动汽车百人会论坛于3月28日在北京举行,汇聚了来自汽车、能源、交通等多个领域的代表,共同探讨汽车产业的未来发展方向。展望4月,2025上海车展将于4月25日到5月2日在国家会展中心举行,在4月22日还将举办2025全球汽车领袖闭门峰会,这也是上海车展首次举办全球汽车领袖闭门峰会。

3月,黄仁勋在GTC大会上强调AI推理时代即将到来。美国时间3月18日,英伟达在美国圣何塞举办GTC(GPU技术大会)。在此次GTC大会上,英伟达不仅发布了Blackwell GPU、硅光交换机、机器人模型等一系列新产品。黄仁勋还在演讲中反复传递出一个信号:随着AI行业在模型训练上的整体需求放缓,再加上DeepSeek在模型推理上所做创新,AI推理时代即将到来。

关注特朗普关税政策。央视记者当地时间3月31日获悉,本周,美国总统特朗普的多位高级经济顾问向他提出了实施新对等关税的计划,根据白宫的说明,特朗普将于4月2日作出抉择并宣布相关关税政策的细节。

3月,两会召开,强调“提振消费”等。根据新华社,政府工作报告指出,2025年政府工作十大任务包括:1)大力提振消费、提高投资效益,全方位扩大国内需求;2)因地制宜发展新质生产力,加快建设现代化产业体系;3)深入实施科教兴国战略,提升国家创新体系整体效能;4)推动标志性改革举措加快落地,更好发挥经济体制改革牵引作用;5)扩大高水平对外开放,积极稳外贸稳外资;6)有效防范化解重点领域风险,牢牢守住不发生系统性风险底线;7)着力抓好“三农”工作,深入推进乡村全面振兴;8)推进新型城镇化和区域协调发展,进一步优化发展空间格局;9)协同推进降碳减污扩绿增长,加快经济社会发展全面绿色转型;10)加大保障和改善民生力度,提升社会治理效能。

当前配置建议:

- 1) 关注受益于智驾大趋势的新势力车企,如小鹏汽车、理想汽车、零跑汽车等。
- 2) 关注潮玩龙头企业,如泡泡玛特等;
- 3) 关注板块高景气、宏观预期与需求共振的有色企业,如中国宏桥等;
- 4) 关注空间广阔、成长性可期的能源企业,如中国秦发等;
- 5) 关注受益于中国人工智能发展的互联网企业,如阿里巴巴等;
- 6) 建议关注受益于AI创新、零部件升级、成长性好或盈利性改善的消费电子链企业,如丘钛科技、舜宇光学、瑞声科技等。

2025年4月海外金股组合:

- 小鹏汽车-W(9868.HK): 看好强势产品周期,多条成长曲线可期。
理想汽车-W(2015.HK): 关注智能化进展、纯电车型潜力。
零跑汽车(9863.HK): 看好LEAP 3.5和B系列新车,牵手一汽扩大优势。
泡泡玛特(9992.HK): 2024年海外收入增势强劲,国内业务全面扩张。
中国宏桥(1378.HK): 历史最佳业绩,一体化成本优势凸显。
中国秦发(0866.HK): 资产负债表大幅改善,开启蜕变。
阿里巴巴-W(9988.HK): 重写中国AI叙事。
瑞声科技(2018.HK): 光学高端化,引领新终端。
丘钛科技(1478.HK): 光学规格升级,进军新兴场景。
舜宇光学科技(2382.HK): 光学升级需求持续,策略调整巩固格局。

风险提示:海内外政策和监管环境超预期变化的风险,赛道竞争超预期的风险,地缘冲突加剧风险。

作者

分析师 夏君

执业证书编号: S0680519100004

邮箱: xiajun@gszq.com

分析师 刘玲

执业证书编号: S0680524070003

邮箱: liuling3@gszq.com

相关研究

- 1、《海外市场: 重估中国科技——2025年3月海外金股推荐》2025-03-02
- 2、《海外市场: 关注国产AI软硬件机会——2025年2月海外金股推荐》2025-02-06
- 3、《海外市场: 关注周期及硬件机会——2025年1月海外金股推荐》2025-01-02

内容目录

一、近期重点事件、行情统计及当前配置建议.....	3
1、近期重点事件	3
2、市场情况	4
3、当前配置建议	6
二、2025 年 4 月海外金股组合	7
1、小鹏汽车-W (9868.HK): 看好强势产品周期, 多条成长曲线可期	7
2、理想汽车-W (2015.HK): 关注智能化进展、纯电车型潜力	8
3、零跑汽车 (9863.HK): 看好 LEAP 3.5 和 B 系列新车, 牵手一汽扩大优势	9
4、泡泡玛特 (9992.HK): 2024 年海外收入增势强劲, 国内业务全面扩张	10
5、中国宏桥 (1378.HK): 历史最佳业绩, 一体化成本优势凸显	11
6、中国秦发 (0866.HK): 资产负债表大幅改善, 开启蜕变	12
7、阿里巴巴-W (9988.HK): 重写中国 AI 叙事	13
8、丘钛科技 (1478.HK): 光学规格升级, 进军新兴场景	14
9、瑞声科技 (2018.HK): 光学高端化、引领新终端	15
10、舜宇光学科技 (2382.HK): 光学升规需求持续, 策略调整巩固格局	16
风险提示	17

图表目录

图表 1: 2023 年以来港美股主要指数涨跌幅度	4
图表 2: 近 30 个交易日南下资金	4
图表 3: 各板块月涨跌幅	5
图表 4: 港股主要板块估值变化	5

一、近期重点事件、行情统计及当前配置建议

1、近期重点事件

关注近期汽车行业活动。2025 中国电动汽车百人会论坛于 3 月 28 日在北京举行，汇聚了来自汽车、能源、交通等多个领域的代表，共同探讨汽车产业的未来发展方向。展望 4 月，2025 上海车展将于 4 月 25 日到 5 月 2 日在国家会展中心举行，在 4 月 22 日还将举办 2025 全球汽车领袖闭门峰会，这也是上海车展首次举办全球汽车领袖闭门峰会。

3 月，黄仁勋在 GTC 大会上强调 AI 推理时代即将到来。美国时间 3 月 18 日，英伟达在美国圣何塞举办 GTC（GPU 技术大会）。在此次 GTC 大会上，英伟达不仅发布了 Blackwell GPU、硅光交换机、机器人模型等一系列新产品。黄仁勋还在演讲中反复传递出一个信号：随着 AI 行业在模型训练上的整体需求放缓，再加上 DeepSeek 在模型推理上所做创新，AI 推理时代即将到来。

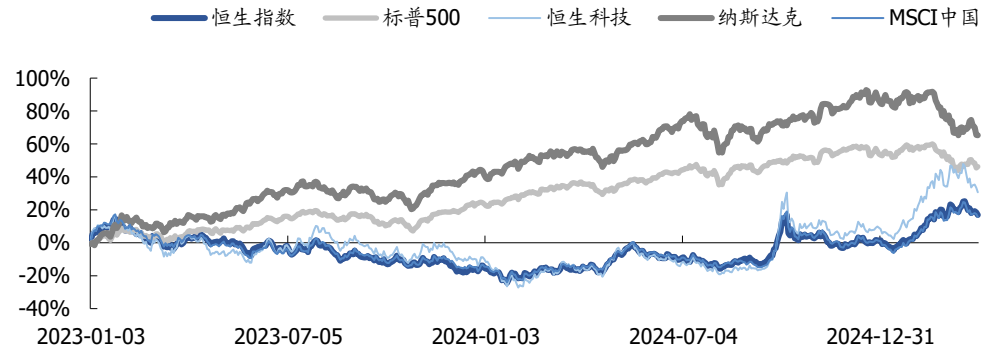
关注特朗普关税政策。央视记者当地时间 3 月 31 日获悉，本周，美国总统特朗普的多位高级经济顾问向他提出了实施新对等关税的计划，根据白宫的说明，特朗普将于 4 月 2 日作出抉择并宣布相关关税政策的细节。

3 月，两会召开，强调“提振消费”等。根据新华社，政府工作报告指出，2025 年政府工作十大任务包括：1) 大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；2) 因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系；3) 深入实施科教兴国战略，提升国家创新体系整体效能；4) 推动标志性改革举措加快落地，更好发挥经济体制改革牵引作用；5) 扩大高水平对外开放，积极稳外贸稳外资；6) 有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线；7) 着力抓好“三农”工作，深入推进乡村全面振兴；8) 推进新型城镇化和区域协调发展，进一步优化发展空间格局；9) 协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型；10) 加大保障和改善民生力度，提升社会治理效能。

2、市场情况

3月，港股整体上涨、恒生科技下跌，美股整体下跌。恒生指数从2月末的22941点上涨到3月末的23120点，恒生科技指数从5568点下跌到5395点，涨跌幅分别为+0.8%、-3.1%。2025年以来，截至3月末恒生指数、恒生科技指数分别累计上涨15.3%、20.7%。

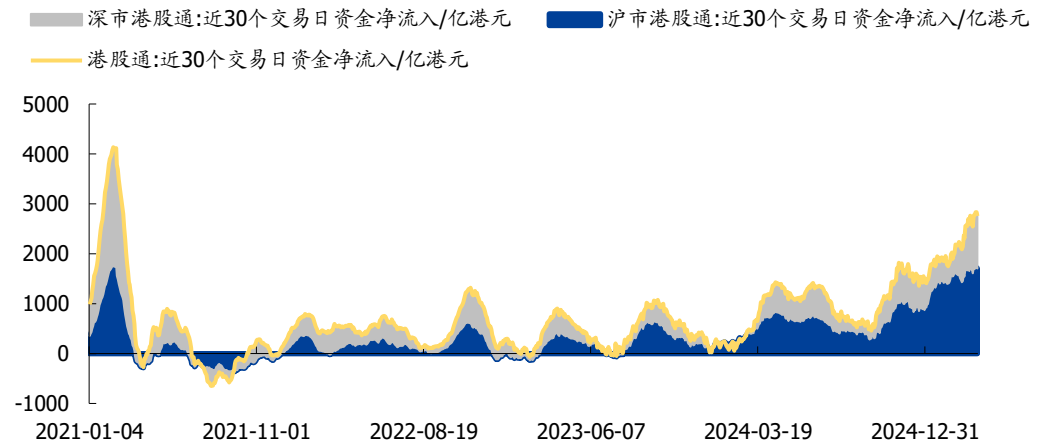
图表1: 2023年以来港美股主要指数涨跌幅度



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 数据截至2025年3月31日。

南下资金净流入。港股通3月南下资金净流入1603亿港元，近30个交易日资金从2月末的净流入2183亿港元增加为净流入2757亿港元。

图表2: 近30个交易日南下资金

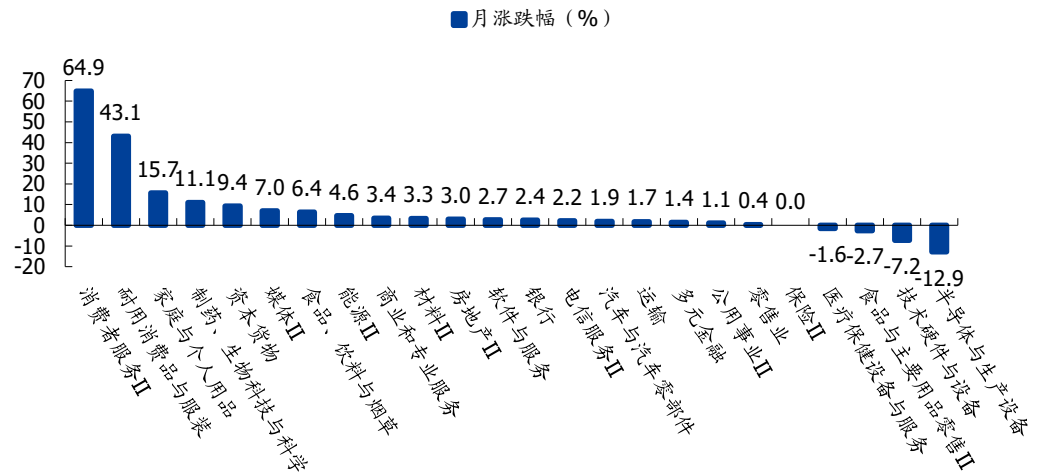


资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 数据截至2025年3月31日。

(1) 分板块行情

3月，消费者服务、耐用消费品与服装、家庭与个人用品等行业领涨，半导体与生产设备、技术硬件与设备等行业领跌。按wind二级行业，3月，消费者服务、耐用消费品与服装、家庭与个人用品等板块上涨64.9%、43.1%、15.7%；半导体与生产设备、技术硬件与设备等板块下跌12.9%、7.2%。

图表3: 各板块月涨跌幅

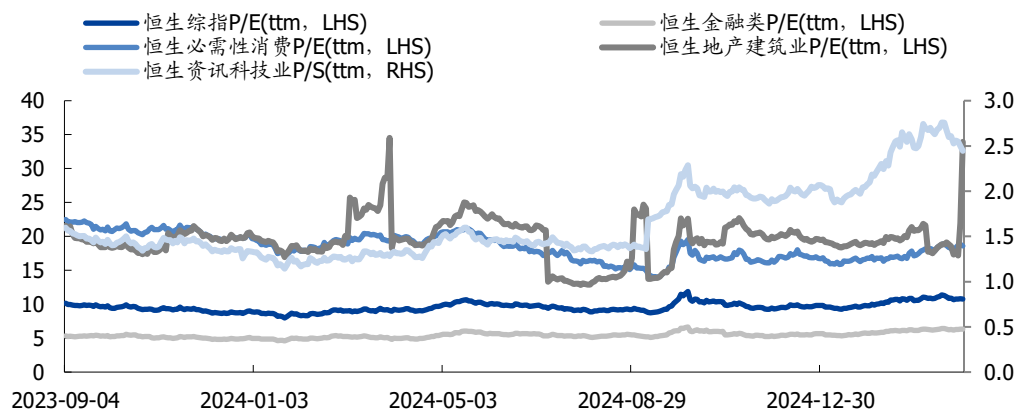


资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 数据截至2025年3月31日。

(2) 分板块估值

3月，恒生综指的PE(TTM)有所提升。3月港股地产建筑业、必需性消费业、金融、等板块估值均较2月末均有所上涨，资讯科技业估值较2月末有所下降。

图表4: 港股主要板块估值变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 数据截至2025年3月31日。

3、当前配置建议

- 1) 关注受益于智驾大趋势的新势力车企，如小鹏汽车、理想汽车、零跑汽车等。
- 2) 关注板块高景气、宏观预期与需求共振的有色企业，如中国宏桥等；
- 3) 关注空间广阔、成长性可期的能源企业，如中国秦发等；
- 4) 关注潮玩龙头企业，如泡泡玛特等；
- 5) 关注受益于中国人工智能发展的互联网企业，如阿里巴巴等；
- 6) 建议关注受益于 AI 创新、零部件升级、成长性好或盈利性改善的消费电子链企业，如丘钛科技、舜宇光学、瑞声科技等。

二、2025 年 4 月海外金股组合

1、小鹏汽车-W (9868.HK): 看好强势产品周期, 多条成长曲线可期

推荐逻辑:

看好强势产品周期, 预计 2025 年实现单季度扭亏。1) 车型方面, 公司在 3 月 21 日/3 月 24 日/4 月中旬分别开始交付新 G6/新 G9/新 G6 和 G9 的 725 超长续航 Max 版本。展望 Q2, 公司还将发布 G7、旗舰轿车 (内部代号 E29)、Mona M03 Max 版; 下半年公司还将发布一车双能的全新车型, 并在智能驾驶方面实现 L3 级别智驾的软件能力和体验, 再上一个台阶。2) 渠道方面, 截至 2024 年底, 公司在国内拥有 690 家销售门店, 覆盖 226 个城市, 我们认为公司未来的销量有望受益于渠道的大范围铺开和城市下沉。3) 盈利性方面, 我们认为随着规模效应的进一步显现、成本持续改善, 考虑大众合作相关业务的高毛利率, 公司有望在今年实现单季度 15%-20% 的毛利率, 从而带动公司实现季度扭亏为盈。

2025 年海外销售有望翻倍, 成长空间广阔。1) 海外销量方面, 公司在 2024 年实现超 2 万台的海外销量, 公司目标在 2025 年实现翻倍以上的增长。公司建立了长期目标, 希望未来在国内和海外销量占比各一半。2) 销售网络方面, 公司截至 2024 年底已经在海外建设 150 家门店, 目标到 2025 年底在海外完成超 300 个销售和服务网点, 同比翻倍。3) 研发方面, 公司今年将在海外建立研发中心, 吸引本土人才国际技术开发。4) 本地化生产方面, 公司已宣布和印尼合作伙伴共同探索制造解决方案, 并在其他区域推进类似计划。

有望打造 Robotaxi、机器人、飞行汽车等多条成长曲线。1) Robotaxi 方面, 公司预估在 2026 年规模量产支持 L4 低速场景无人驾驶的车型, Robotaxi 相关的产品和商业化进展值得期待。2) 机器人方面, 小鹏已经在机器人领域积累多年, 此前 Iron 已在工厂参与打螺丝等工作, 预计 L3 级人形机器人将在 2026 年量产。3) 飞行汽车方面, 小鹏汽车参股的小鹏汇天目标在今年 10 月完成符合性验证工作, 取得型号合格证, 并计划在 26Q1 完成首批交付。

根据公司 3 月 19 日公告, 公司对 CEO 何先生有条件授予合共 2850.7 万股限制性股份单位, 授予条件为 10 年内连续 30 个交易日收盘价算术平均数达到或超过 250/500/750 港元, 各解锁 1/3 的股权激励。这表明公司管理层的信心, 也表明管理层利益将与股东利益深度绑定。

投资建议: 考虑公司的强势产品周期、2026 年仍有大量新车, 我们适当调高盈利预测, 预计公司 2025-2027 年销量约 46/74/102 万辆, 总收入达 823/1445/2052 亿元、non-GAAP 净利润率为 -3.6%/1.6%/5.9%。考虑到大众合作持续深化, 我们拆分了业务预测, 预计 2025 年主营业务收入为 799 亿人民币, 2024 年大众合作带来的净利润为 17 亿元。对于大众合作业务, 考虑到高毛利和成长性, 我们给予 180 亿港元估值, 对应 10x 2025e 大众合作分部 P/E; 我们给予主业估值 1820 亿港元, 对应 2.1x 2025e 主业 P/S, 合计估值 2000 亿港元, 目标价 (9868.HK) 105.7 港元、(XPEV.N) 27.3 美元。此外, 公司的其他成长曲线有希望随着后续的产品进展, 逐步纳入估值体系中, 维持“买入”评级。

风险提示: 新车型销量不及预期风险、产品推出节奏不及预期风险、智驾能力提升和功能落地不及预期风险、竞争激烈风险、成本改善及毛利率提升不及预期风险

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告, 具体内容及相关风险提示详见 2025 年 3 月 21 日发布的《小鹏汽车-W (9868.HK): 看好强势产品周期, 多条成长曲线可期》

报告。

2、理想汽车-W (2015.HK): 关注智能化进展、纯电车型潜力

推荐逻辑:

理想汽车 Q4 毛利率略低于预期，净利润超预期。公司 Q4 销量 15.9 万，同比/环比增加 20%/4%，带动公司 Q4 收入同比/环比增长 6%/3% 至 442.7 亿人民币。Q4 毛利率 20.3%，同比/环比减少 3.2pct/1.3pct，其中汽车/服务及其他毛利分别为 19.7%/35.5%，毛利率同比下降主要系产品组合的变化，环比下降主要系购买承诺损失及向客户提供的金融贴息导致的 ASP 降低。公司 Q4 研发费用、销售及行政开支绝对值均较 Q3 环比减少，主要系雇员薪酬减少，研发/销售及行政费用率降低至 5.4%/6.9%。Q4 理想汽车归母净利润录得 35.2 亿，同比/环比-38%/+25%，归母净利润率录得 8.0%，同比/环比-5.6pct/+1.4pct。Non-GAAP 归母净利润同比-10%/+5% 至 40.3 亿，超出预期，non-GAAP 归母净利润率 9.1%，同比-1.7pct/+0.1pct。展望 Q1，公司预计交付 8.8-9.3 万辆汽车，同比增长 9.5%-15.7%，收入为 234-247 亿元，同比减少 8.7%-3.5%。毛利率方面，公司指引 Q1 汽车毛利率在 19% 左右。

关注后续纯电新车型潜力，智能化再升级、补能表现可期。车型方面，我们预计公司在 5 月左右推出 L 系列和 MEGA 车型的智驾焕新版，7 月推出首款纯电 SUV i8，并有望在 Q4 推出价格带偏低一些的 i6 车型。对于下半年的纯电车型，智能化能力和电动化能力均值得期待。1) 智能化方面，公司计划在首款纯电 SUV i8 车型上发布 VLA (视觉-语言-行动) 模型，智能化表现望再次升级。2) 电动化方面，公司正在为纯电车型的销售做充分的补能准备，预计 2025Q1 将完成超过 2000 个超充站的布局，i8 发布时上线 2500 座超充站，并在 2025 年底将超充站增加到 4000 座。我们认为快速补能仍是许多消费者购买纯电动车型的核心需求之一，这将为纯电车型的销售奠定良好的基础。

国内渠道持续优化，海外加快拓展。国内方面，公司去年便加快将表现不佳的商超门店替换为汽车城门店，截至 2024 年底，汽车城门店的占比已经从 2023 年底的 24% 提升至 42%，全国总展位数也从 2600+ 个提升到 3700+ 个。截至 2025 年 2 月 28 日，理想汽车在全国已经有 500 家零售中心。海外方面，理想计划今年加快海外扩展，今年 1 月在慕尼黑成立了德国研发中心，也已经在哈萨克斯坦、迪拜、乌兹别克斯坦三个地区建立了直营服务中心，后续将逐步开展授权经销商的工作，目前已经在中亚、亚太等市场取得不错的阶段性进展，还会继续增加在拉美、中东、欧洲市场的投入。我们认为这对于理想汽车的全球化发展意义重大，但真正转化为实际的业绩表现仍需一定的时间。

投资建议: 我们预计公司 2025-2027 年销量约 60/78/88 万辆，总收入达 1599/2022/2381 亿人民币；GAAP 归母净利润为 84/119/132 亿人民币，GAAP 归母净利润率为 5.2%/5.9%/5.5%；non-GAAP 归母净利润为 104/142/158 亿人民币，non-GAAP 净利润率为 6.5%/7.0%/6.6%。我们给予其目标市值 2606 亿人民币，对应目标价 (2015.HK) 约 132 港元、(LI.O) 约 34 美元，对应 25x 2025 P/E，维持“买入”评级。

风险提示: 车型研发及销售不及预期风险、上游零部件供应波动风险、智能驾驶技术迭代不及预期风险。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告，具体内容及相关风险提示详见 2025 年 3 月 16 日发布的《理想汽车-W (2015.HK): 关注智能化进展、纯电车型潜力》报告。

3、零跑汽车 (9863.HK): 看好 LEAP 3.5 和 B 系列新车, 牵手一汽扩大优势

推荐理由:

公司 2024Q4 实现盈利, 2025 年全年望盈利。2024Q4 公司销量超过 12 万, 月均销量超过 4 万台。在此拉动下, 公司 Q4 收入实现 134.4 亿元人民币, 毛利率同比/环比改善 6.6pct/5.2pct 至 13.3%, 主要系: 1) 规模经济; 2) 产品结构优化, C 系列销量占比提升; 3) 发挥自研优势, 成本进一步改善。在规模效应的带动下, 公司营业费用率进一步收窄, 使得公司 2024Q4 的归母净利润实现了扭亏为盈, 超过 8000 万元人民币。展望 2025Q1, 公司 1-2 月累计销量已经达到 5 万台, 我们预计公司 2025Q1 销量有望实现接近 8 万台, 毛利率或许环比小幅下降。全年来看, 公司 2025 年拥有一系列全新车型和改款车型, 有望继续受益于规模经济, 实现全年层面的扭亏为盈。

B10 新车发布, LEAP 3.5 加持, 看好强势产品周期。3月10日, 零跑汽车发布 LEAP 3.5 技术架构, 采用高通 SA8650+禾赛激光雷达+零跑自研端到端技术, 将在 A/B/C/D 四大系列普及, 且支持终身免费 OTA 升级。通过高通 4nm 制程 SA8650 智驾芯片, 基于 LEAP 3.5 架构的车型可以实现 200T 的等效算力, 初步可以实现高速智能领航辅助 NAP、通勤智能领航辅助 CNAP、停车场记忆泊车 HPA 等功能, 预计下半年可以实现城市 NOA 的 OTA 升级。LEAP 3.5 在同日发布的 B10 车型上首发搭载, 该车型预售价格 10.98-13.98 万元, 续航里程数为 510-600 公里, 将于 4 月上市并批量交付。由于智驾的升级、性价比优秀, B10 车型在 48 小时内预售订单达到 31688 台。展望后续, 公司今年将陆续推出 C 系列车型改款、中型轿车 B01 及运动型掀背车型 B05, 2026 年还将推出 A 系列和 D 系列全新车型, 有望支撑公司销售收入继续强势增长。基于新车放量、海外销售, 我们预计 2025 年销量能够实现 50 万辆以上。

牵手一汽, 扩大成本和规模优势。根据公司微信公众号 3 月 3 日消息, 中国一汽与零跑汽车在长春举行《战略合作谅解备忘录》签署仪式。此次战略合作分两个维度: 1) 双方将共同开展新能源乘用车联合开发及零部件合作, 通过双方的技术融合共同提升产品竞争力; 2) 双方进一步探讨深化资本合作的可行性, 通过资本合作, 使双方实现全产业链资源协同。根据新华网, 中国一汽 2024 全年交付超过 320 万台。我们认为双方的合作对零跑汽车意义重大, 值得期待。例如, 公司有望通过合作拓宽零部件销售渠道, 从而实现更好的规模效应, 降低零部件生产成本。

2025 年海外销售目标 5-6 万台, 预计零跑国际 2025 年盈亏平衡。1) 海外车型方面, 去年 T03 和 C10 两款车型完成欧盟 WVTA 认证后, 于 2024 年 9 月底开始在海外上市。我们预计今年下半年, 零跑 B10 将在海外推出, 包括增程车型。2) 销售渠道方面, 当前公司在欧洲拥有 300+ 家销售网点, 在中东非、亚太、南美等三大区域有 50 家左右的销售网点, 我们预计公司今年将在这三大区域大规模增加渠道数量。3) 生产方面, 公司依托 Stellantis 在当地已有的整车制造工厂来推进零跑的本地化制造, 目前双方已开展大量前期工作, 预计不久将有具体动作。

投资建议: 我们预计公司 2025-2027 年销量约 50/73/84 万辆, 总收入达 549/827/979 亿元。由于公司盈利性改善超出预期, 我们适当调整盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润率为 0.6%/3.6%/6.2%。以 3 月 14 日汇率测算, 我们给予零跑汽车 885 亿港元目标估值, 对应 1.5x 2025e P/S, 给予其 (9863.HK) 66 港元目标价, 维持“买入”评级。

风险提示: 新车型销量不及预期风险、海外销售不及预期、价格竞争激烈风险、自动驾驶能力提升和功能落地不及预期风险、毛利率提升不及预期风险。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告，具体内容及相关风险提示详见 2025 年 3 月 18 日发布的《零跑汽车 (9863.HK): 看好 LEAP 3.5 和 B 系列新车，牵手一汽扩大优势》报告。

4、泡泡玛特 (9992.HK): 2024 年海外收入增势强劲，国内业务全面扩张

推荐逻辑:

业绩概览: 2024 年公司实现营收 130.38 亿元, YoY+106.9%。其中自主产品收入 127.22 亿元 (YoY+117.2%), 占总收入比重达到 97.6% (YoY+4.6pct)。2024 年公司综合毛利率提升 5.5pct 至 66.8%, 主要由于 1) 中国港澳台及海外收入占比提升; 2) 公司不断优化供应链端成本控制; 3) 自主产品占比提升。2024 年公司实现调整后净利润 34.03 亿元 (YoY+185.9%), 调整后净利率为 26.1% (YoY+7.2pct)。2024 年公司存货占比 12.5% (YoY+0.7pct)。

境内渠道: 天猫、抖音渠道扩张, 线下单店店效提升显著。2024 年大陆地区线上/零售店/机器人/批发渠道分别实现收入 26.98/38.28/6.98/7.48 亿元, YoY+76.9%/+43.9%/+26.4%/+50.7%, 线上收入占比 33.8%, 同比提升 4.7pct。线上渠道抽盒机/天猫/抖音/其他收入分别实现收入 11.14/6.28/6.01/3.55 亿元, YoY+52.7%/+95.0%/+112.2%/+86.8%。2024 年末国内零售店/机器人店数量达 401/2300 家, 相较 2023 年末净增加 38/110 家。2024 年零售店/机器人平均单店收入同比提升 30.2%/20.3%至 954.58/30.37 万元。

境外渠道: 线下快速展店带动收入高增, 线上多渠道高速增长。2024 年公司在港澳台及海外地区收入同比增长 375.2%至 50.66 亿元, 境外收入占比同比提升 22.0pct 至 38.9%, 境外业务毛利率同比提升 6.4pct 至 71.3%。境外线上/零售店/机器人/批发分别实现收入 14.55/29.38/1.33/5.40 亿元, YoY+834.0%/+404.0%/+131.9%/+99.8%。海外线上渠道中, 公司官网/Shopee/TikTok 其他线上渠道分别实现收入 5.31/3.24/2.62/3.38 亿元, YoY+1246.2%/+656.0%/+5779.8%/+389.3%。分地区来看, 东南亚/东亚及中国港澳台/北美/欧澳及其他地区分别实现收入 24.03/13.86/7.23/5.54 亿元, YoY+619.1%/+184.6%/+556.9%/+310.7%。2024 年, 公司在越南、印度尼西亚、菲律宾、意大利、西班牙五个国家开设首家线下门店, 向新地区迅速铺开业务。同时公司在全球多地的地标性位置开设特色主题店与旗舰店。截至 2024 年末, 公司境外地区零售店/机器人店数量 130 家/192 台 (含加盟), 较去年同期增加 50 家/33 台。

产品端: 新锐 IP CRYBABY 增长强劲, 积木产品进一步拓宽用户圈层。2024 年, 头部 IP THE MONSTERS、MOLLY、SKULLPANDA 分别实现收入 30.41 亿元、20.93 亿元、13.08 亿元, 分别同比增长 726.6%、105.2%、27.7%; 治愈系新锐 IP CRYBABY 收入同比增长 1537.2%至 11.65 亿元。此外, 公司高端品类 MEGA 实现收入 16.84 亿元, 毛绒产品实现收入 28.32 亿元。2024 年公司推出了首款积木产品, 通过形式与玩法的拓展增强与粉丝的情感链接, 同时挖掘并覆盖新用户圈层。

投资建议: 公司出海业务不断深化品牌价值, 随着国际影响力的增强, 公司潮玩领域龙头地位得到巩固, 助力公司长周期发展。因此我们上调盈利预测, 预计公司 2025-2027 年分别实现营收 179.50/215.50/249.50 亿元, 实现调整后净利润 45.37/54.57/63.45 亿元, 对应 PE 38/32/27x, 维持“买入”评级。

风险提示: 零售店开设不及预期; IP 吸引力不及预期; 行业竞争加剧。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告，具体内容及相关风险提示详见 2025 年 3 月 27 日发布的《泡泡玛特 (9992.HK): 2024 年海外收入增势强劲，国内业务全面扩张》报告。

5、中国宏桥 (1378.HK): 历史最佳业绩，一体化成本优势凸显

推荐逻辑:

事件: 公司已于 3 月 14 日公布 2024 年全年业绩，2024 年公司实现营收 1561.7 亿元，同比增长 16.9%；实现归母净利润 223.7 亿元，同比增长 95.2%；扣非归母净利润 245.7 亿元，同比增长 96.1%；基本每股收益 2.36 元，同比增长 95.2%。净利润增加主要系电解铝及氧化铝“量价齐升”及原材料采购价格较 2023 年同期下降所致。目前铝价在全球低库存及国内供给刚性凸显下维持高位预期，并有望伴随美联储降息及新能源相关绿色用铝占比提升带来定价中枢进一步上移，凭借铝行业高景气延续，公司业绩弹性有望持续提升。

受益铝行业高景气，各产品“量价齐升”增厚公司业绩。 1) 量，公司实现电解铝销量 583.7 万吨，同比增长 1.5%；氧化铝销量 1092.1 万吨，同比增长 5.3%；铝合金加工产品销量 76.6 万吨，同比增长 32.1%。2) 价，公司电解铝外售价为 1.755 万元/吨（不含税），同比增长 6.6%；氧化铝外售价 3420 元/吨（不含税），同比增长 33.6%；铝合金加工产品外售价 2.03 万元/吨（不含税），同比增长 2.5%。3) 毛利率，电解铝 24.6%，同比增长 7.2pct；氧化铝 35.4%，同比增长 24.3pct；铝合金加工产品 24.4%，同比增长 10.2pct；产品平均毛利率 27%，同比增长 11.3pct。

煤价回落带动发电成本改善，25 年公司电解铝盈利有望持续增厚。 电力板块主要原材料为煤炭，其煤炭成本约占电力总成本的 80%，煤炭价格的变化将直接影响发电成本水平。根据 Wind 数据，截至 3 月 14 日，秦皇岛港动力末煤价格 (Q5500，山西产) 为 681 元/吨，较 2025 年年初下降 86 元/吨。我们推算，火电度电煤耗量约 325 克，单吨煤价降低 86 元对应电价下降 2.8 分/度，单吨电解铝消耗 13500 度电，电解铝电力成本将减少 377.3 元。综上所述，公司将受益于煤炭价格的下降所带来的发电成本下降，电解铝板块利润弹性逐渐加大。

国内电解铝供给刚性显现，需求复苏有望带动铝价上台阶。 截至 2025 年 2 月，国内电解铝运行产能 4400 万吨左右，逐渐逼近 4500 万吨产能天花板，供给刚性逐渐凸显，叠加下游需求结构逐步由传统行业向高端化市场转型，供需偏紧下铝价有望长期维持高位

投资建议: 公司作为一体化铝龙头企业，成本优势凸显，同时随着海外拓展与上下游深度赋能实现跨越式增长，我们谨慎假设 2025-2027 年电解铝和氧化铝含税价格为 2.05/2.1/2.15 万元/吨和 0.32/0.29/0.28 万元/吨，我们预计 2025-2027 年公司将实现归母净利润 214/242/269 亿元，对应 PE 为 6.7/5.9/5.3 倍，较同行处于偏低水平，维持“买入”评级。

风险提示: 金属价格大幅波动风险，全球政治波动及汇率风险，市场竞争及需求波动风险等。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告，具体内容及相关风险提示详见 2025 年 3 月 15 日发布的《中国宏桥公司点评：历史最佳业绩，一体化成本优势凸显》。

6、中国秦发（0866.HK）：资产负债表大幅改善，开启蜕变

推荐逻辑：

公司公布 2024 年业绩。2024 年公司实现营业收入 26 亿，同比-24.8%，实现净利润 5.0 亿，同比+150.5%。净利润同比大幅增长我们认为主要系贷款重组重大收益 4.76 亿元，侧面反映公司资产负债表焕然一新。

印尼 SDE 煤矿初现经营，后续热值有望明显提升增厚盈利水平。

- 产销方面，2024 年公司原煤产量 929 万吨，同比+21.5%，其中印尼 SDE 煤矿产量 257 万吨；商品煤产量 468 万吨，同比-4.1%；商品煤销量 516 万吨，同比-0.5%，其中中国区域煤矿销量 432 万吨，印尼 SDE 煤矿销量 84 万吨。
- 利价方面，2024 年公司综合煤炭售价 504 元/吨，同比-24.2%，吨煤成本 404 元/吨，同比-18.4%。其中中国地区煤矿售价约 532 元/吨，印尼 SDE 煤矿售价约 359 元/吨。2024 年印尼矿区售价偏低主要系 2024 年 7-11 月印尼 SDE 矿销售的 56.7 万吨煤炭主要为矿井建设期工程煤及少量原煤，2024 年印尼 SDE 矿区仅 7.3 万吨销量为洗选后的商品煤，因工程煤较高故对前期吨煤盈利产生一定影响。
- 公司印尼的洗煤厂已于 2024 年 12 月正式投入运营，洗选煤的售价将显著高于工程煤及原煤，将有助于提升公司的销售收入及毛利率。改善盈利能力，提升 SDE 煤矿的整体经济效益。

出海印尼，宏图正展。

- 2025 年，公司印尼 SDE 煤矿的产量已超越公司国内煤矿，成为公司煤炭业务的重要支柱。SDE 煤矿的煤炭总储量达 3.05 亿吨，远高于国内煤矿 3676 万吨储量，具有巨大的开发潜力。未来，公司将集中资源进一步推动 SDE 煤矿的发展，并积极寻求更多大型能源或煤炭行业企业参与共同合作，以提升资源开发效率及市场竞争力。SDE 二矿的建设正在加速推进，预计将于 2026 年正式投产。SDE 二矿投产后，预计产能将较目前提升超过一倍，为公司带来更显著的经济效益。
- 2024 年，公司成功收购了三个印尼煤矿(IMJ、VSE、SME)的 70% 股权，进一步扩大了在印尼市场的布局。公司沿用 SDE 煤矿的成功模式，引入中国大型能源企业及国企的战略合作，加快推进煤矿的开发与建设。通过与国家力量的紧密合作，充分发挥资源优势，实现煤炭业务的稳步增长。
- 未来，公司将持续关注印尼市场的发展机会，积极寻找收购价格合理的优质煤矿及矿权，进一步扩大资源储备。以维持公司未来十年的高速发展。

财务成本明显下降，资产负债表焕然一新。2024 年公司财务成本 1.62 亿元，同比-5.9%；2024 年公司流动负债将至 20.9 亿元（2023 年 33.2 亿元），以中长贷代替短贷等方式改善运营资金；2024 年公司现金 10.3 亿元，主要系出售力远发展 40% 股权所致；截止 2024 年底公司资产负债率降至 59.6%（2023 年为 95.9%）。

践行股东回报，行稳致远。公司拟派发 2024 年特别股息 0.02 港元/股，展现公司管理层践行股东回报态度，亦彰显公司管理层对公司未来盈利能力的信心。

投资建议：公司立足国内煤炭市场，布局印尼煤炭产能，成长性凸显，随着印尼煤矿投产销售，公司盈利确定性及弹性将不断加强，空间可期。考虑到印尼及中国煤价超预期下行，我们下调业绩预期，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 5.6 亿元、10.4 亿元、15.4 亿元，对应 PE 为 4.2X，2.3X，1.5X。

风险提示：煤价大幅下跌、印尼矿井投产进度不及预期、资产负债率偏高风险。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告，具体内容及相关风险提示详见 2025

年 3 月 26 日发布的《中国秦发（00866.HK）：资产负债表大幅改善，开启蜕变》。

7、阿里巴巴-W（9988.HK）：重写中国 AI 叙事

推荐逻辑：

阿里巴巴发布 2024 年 12 月季度业绩。阿里巴巴 2025Q3 财季（截至 2024 年 12 月自然季度）录得总收入 2801.5 亿，同比增长 8%。Non-GAAP 归母净利润 513.3 亿，同比增长 7%。

按业务线看，淘天/国际商业/阿里云/本地生活/菜鸟/大文娱本季收入为 1361/378/317/170/282/54 亿，同比增长 5%/32%/13%/12%/-1%/8%，经调整 EBITA 利润率各为 45%/-13%/10%/-4%/1%/-6%。

淘天：继续投入用户增长及商家体验。本季公司客户管理收入（CMR）同比增长 9%，由电商 GMV 增长和变现率提升共同驱动。GMV 角度，淘天集团继续增加用户投入，带来新买家和订单量同比强劲提升。变现率角度，在推行惠商措施的同时，“全站推广”工具的渗透带来变现效率改善。

AI：引领模型能力，力推 AI 基建，重估阿里云，目标 AGI。2025 年 1 月，阿里开源了新一代多模态模型 Qwen2.5-VL，并推出基于 MoE 架构的旗舰版模型 Qwen2.5-Max。这两个模型在公认的基准测试中取得全球领先的成绩。

阿里坚定 AI 投入。本财季公司资本开支达 317.75 亿人民币。管理层表示，未来 3 年在云和 AI 设施的投入要超过此前 10 年。我们测算，这大约对应未来 3 年每年年化超过 1000 亿的资本开支。

基建侧，阿里云重估可期。公司通过阿里云百炼平台的 API 收取模型访问费用。超过 29 万家企业和开发者通过百炼平台访问了 Qwen API。短期，随着苹果 Apple Intelligence 在内的诸多潜在合作展开，模型可预期的调用量和阿里云潜在收入有望加速攀升。长期，我们认为阿里云有望成为 AI 时代运输 AI 计算这种“电力”的“电网”。

应用侧，公司表示 AI 战略首要目标是追求 AGI。我们看好阿里短期在通义千问、夸克、天猫精灵等 C 端产品的整合、以及长期对 AGI 前景的探索。我们认为，阿里在应用生态和 AI 基建侧的探索有望重启中国 AI 叙事。

投资建议：我们预计阿里巴巴 2025-2027 财年收入为 9977/10842/11877 亿元；non-GAAP 归母净利 1622/1739/1926 亿元。基于核心电商 10x 2026e P/E、阿里云 30x 2026e P/E、其他业务 1x 2026e P/S，我们认为公司合理市值超 3 万亿人民币，对应目标价在港股（9988.HK）169 港元/美股（BABA.N）174 美元，重申“买入”评级。

风险提示：电商需求不及预期、模型进展不及预期、阿里云变现不及预期。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告，具体内容及相关风险提示详见 2025 年 2 月 23 日发布的《阿里巴巴-W（9988.HK）：重写中国 AI 叙事》报告。

8、丘钛科技（1478.HK）：光学规格升级，进军新兴场景

推荐逻辑：

丘钛科技披露 2024 年度业绩。丘钛科技 2024 年度录得收入 161.5 亿人民币，同比增长约 29%。公司 2024 年实现毛利率 6.1%，较 2023 年的 4.1%提升明显。公司 2024 年净利约 2.8 亿人民币，同比增长 234%。

值得注意的是，公司就印度丘钛争议进行了相关税项计提和递延所得税资产调整，涉及金额约 1.54 亿人民币。我们粗算，若加回相关拨备，公司 2024 年度实际利润达 4.3 亿人民币，大幅超过预期。

手机摄像头模组升级，车载及 IoT 起量。出货方面，2024 年丘钛科技摄像头模组/指纹模组出货量各达 4.3 亿颗/1.6 亿颗，同比增长 16%和 46%。ASP 方面，摄像头模组均价由 2023 年 30.95 元提升至 2024 年 34.12 元。

场景角度：1) 手机场景：模组高端化进行中。3200 万像素以上摄像头模组 2024 年出货量占比约 50.1%，较 2023 年 40.4%提升显著。潜望式等高端模组占比上升，有助 ASP 和 GPM 提升。2) 车载及 IoT 场景：车载及 IoT 摄像头模组 2024 年出货数同比增长 58.8%，新场景持续开拓中。

短期：手机光学规格升级、驱动利润增长。公司指引 2025 年：1) 手机摄像头模组：规格升级，3200 万像素以上模组数量占比不低于 55%，其中潜望式出货量同比增长超过 100%。2) 车载+IOT 摄像头模组：出货量同比增长不低于 40%。3) 指纹模组出货量同比增长不低于 20%。

我们预计，手机光学高端化需求的持续、公司产品竞争力的迭代，均有望推动公司利润水平持续增长。

长期：进军低空飞行、XR、机器人等新场景，光学大有可为。无人机领域，公司和全球领先的无人机品牌建立深度合作，成为其光学模组第一供应商。XR 领域，公司取得光学模组技术多点突破，获得多个国际头部品牌的供货商资格。机器人领域，公司的激光雷达/深度相机也有望进一步落地。

投资建议：“买入”评级，上调目标价至 10.79 港元。基于公司产品高端化趋势有望推动利润显著增长，我们预计丘钛科技 2025-2027 年收入 184/207/237 亿元，提升归母净利润预测至 5.96/9.84/12.03 亿元。我们给予丘钛科技 10.79 港元目标价，对应 20x 2025e P/E，上调至“买入”评级。我们看好丘钛科技短期强劲的增长潜力和长期广阔的业务拓展前景。

风险提示：手机需求不及预期风险，行业升规升配不及预期风险，新兴业务布局前期投入较大的风险，行业产能过剩或竞争激烈的风险。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告，具体内容及相关风险提示详见 2025 年 3 月 19 日发布的《丘钛科技（1478.HK）：光学规格升级，进军新兴场景》报告。

9、瑞声科技（2018.HK）：光学高端化、引领新终端

推荐逻辑：

瑞声科技发布 2024 年度业绩。瑞声科技 2024 年收入 273 亿元人民币，同比增长 34%；剔除车载声学业务收购因素，内生增长 16%。公司 2024 年毛利率 22.1%，同比提升 5.2pct；实现净利 18 亿元，同比增长 143%。

手机光学：推进高端化，WLG 进入检验年。2024 年瑞声光学业务收入 50 亿元，同比增长 38%，主要受益于光学升级、模组份额提升、镜头高端化推进。光学毛利率提升 19.5pct 至 6.5%，受益于模组和镜头高端化迭代。

瑞声光学业务持续推进高端化：1）模组侧，全年 32M 以上模组占比 32%，积极开展潜望等高端模组预研。2）塑胶镜头方面，公司 6P 镜头在 2024H2 出货量占比超 18%。3）WLG 方面，相关工艺产品在玻塑混合镜头、微棱镜、车载光学场景有望获得更多客户认可。

车载产品：国内外协同，导入新产品。瑞声的车载声学业务全年收入 35.2 亿元，毛利率 24.8%。集团与收购的 PSS 业务协同效应显著：1）地区角度：PSS 在欧美一线车企占据着领先的市场份额，同时在国内持续供应新势力等车企的热门车型。2）产品角度：除了声学以外，麦克风模组、功放、车载光学等产品也即将在车载场景进入量产导入期。

机器人及眼镜：重点布局人形机器人赛道，全面构建 XR 核心能力。在手机和车载之外，瑞声科技积极开拓硬件新场景。1）机器人：瑞声表示，将在未来三年内重点布局人形机器人赛道。公司不仅在感知环节（麦克风、扬声器、摄像头模组等）有深厚储备、相关产品已经出货头部机器人客户，亦积极布局执行环节（灵巧手、线性执行器、旋转执行器、空心杯电机等），打造包含零部件、系统级大模组、算法的垂直一体化能力。2）XR：公司推出 AI 眼镜立体声方案，有效保护听音隐私；扬声器和麦克风已独供或大份额供应国内外多家头部 AR/AI 眼镜厂商。光波导和国际头部设计厂商达成独家战略合作；AI camera 等亦有望于年内量产。

投资建议：重申“买入”评级，上调目标价至 70 港元。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 312/354/395 亿元人民币，同比增长 14.0%/13.6%/11.5%；归母净利润分别为 25/31/35 亿元，同比增速为 40.5%/21.1%/14.5%。

基于公司手机光学高端化驱动收入和毛利率提升、车载业务多产品协同驱动收入体量、积极进军机器人和 XR 赛道，我们上调瑞声科技目标价至 70 港元，对应 25x 2026e P/E，重申“买入”评级。

风险提示：光学产品结构改善不及预期的风险，手机市场恢复不及预期的风险，新品研发或量产进度不及预期的风险。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告，具体内容及相关风险提示详见 2025 年 3 月 24 日发布的《瑞声科技（2018.HK）：光学高端化、引领新终端》报告。

10、舜宇光学科技 (2382.HK): 光学升规需求持续, 策略调整巩固格局

推荐逻辑:

舜宇光学发布 2024 年度业绩。舜宇光学 2024 年录得收入 383 亿, 同比增长 20.9%。按收入类别来看, 舜宇 2024 年手机领域录得收入 251.6 亿元, 同比增长 20.2%; 车载领域录得收入 60.4 亿元, 同比增长 14.3%; XR 领域录得收入 25.8 亿元, 同比增长 37.8%。公司 2024 年毛利率达到 18.3%, 较此前同期增长 3.8pct。2024 年度公司实现归母净利润 27 亿元, 同比增长 145.5%。

舜宇 2024 年手机镜头出货量超 13.2 亿颗, 同比增长 13.1%, 全球市占率达 30.8%, 稳定第一。舜宇 2024 年手机模组出货量超 5.3 亿颗, 同比下滑 5.9%, 全球市占率 12.1%, 稳定第一。舜宇车载镜头 2024 年出货超 1 亿颗, 同比增长 12.7%, 全球市占率约 32.3%, 稳定第一。

手机光学升级需求确定, 策略调整追求份额提升、巩固格局。舜宇明确指出, 高端化应用驱动手机光学升级, 包括 1) AI 影像升级, 2) 视频防抖、稳态提升, 3) 拍摄减负、画质提升, 4) 超薄和小型化。手机镜头方面, 公司在 2024 年凭借高端镜头的竞争力, 实现 ASP 和 GPM 的提升。手机模组方面, 公司表示, 2024 年“安卓系高端手机销量显著增加”, 因此集团手机模组产品结构得到显著优化, ASP 和 GPM 均有提升; 潜望模组和大像面模组的整体出货量较 2023 年提升 27.5%。

在手机光学升级的确定性需求之下, 公司表示“在旗舰和高价值机型上精心布局, 也不会忽视量大面广产品的市场耕耘”, 以此巩固全球市场份额。我们认为, 公司手机模组当前的全球市占率尚有提升空间, 在高端和中端市场的共同发力有望提升公司的长期竞争力和利润水平。

注重投资于长期成长性。手机领域, 公司在多折棱镜、多款 7P 和玻塑混合镜头、多群组长焦镜头方面实现量产; 在模组方面亦实现一体化马达潜望模组、多款 OIS 一体化马达主摄模组的量产。车载领域, 公司完成 800 万像素加热车载镜头/模组的研发。XR 领域, 公司 MR 屏视一体化模块和光学成像模组市占率行业第一。机器人领域, 公司实现导航、避障及 AI 识别摄像模组和模块的量产, 构建了从模块到整机的全流程开发能力。

投资建议: 上调目标价至 105 港元, 重申“买入”评级。我们预计舜宇 2025-2027 年收入分别为 440/494/559 亿元, 归母净利润为 35.6/41.5/50.0 亿元。基于手机光学升级、多场景视觉前景拓展, 我们给予舜宇 30x 2025 P/E, 上调舜宇目标价至 105 港币, 重申“买入”评级。

风险提示: 手机光学升级需求不及预期风险, 车载光学成长性不及预期的风险, 新兴业务布局前期投入较大的风险。

文中观点依据国盛证券研究所已发布的研究报告, 具体内容及相关风险提示详见 2025 年 3 月 30 日发布的《舜宇光学科技 (2382.HK): 光学升规需求持续, 策略调整巩固格局》报告。

风险提示

海内外政策和监管环境超预期变化的风险。如果海内外相关政策或监管环境超预期变化，则可能影响各公司基本面。

赛道竞争超预期的风险。若各赛道竞争加剧，则可能影响各公司业绩。

地缘冲突加剧风险。例如中东地缘冲突隐忧仍在，若全球地缘冲突进一步加剧，或将拖累全球经济复苏进程。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com